

10. Задоя А.А. Ценностные ориентиры как основа стратегического планирования развития территорий / А.А. Задоя // Академічний огляд. – 2010. – № 2. – С. 5–17.

В статье рассматриваются особенности изменения ценностных ориентиров населения, которые зависят от доминирующих тенденций экономического развития. На базе использования концептуальной схемы теоремы Ингльхарта предложены методологические основы учета динамики системы ценностей во время развертывания системы развития кадров на предприятии. На основе статистического анализа мотивационных приоритетов персонала крупных машиностроительных предприятий Полтавского региона сформулированы практические рекомендации по разработке проектов стратегического развития, которые ориентированы на системы ценностей, находящиеся в фазе трансформации.

**Ключевые слова:** система ценностей, персонал, мотивация, стратегия предприятия, машиностроительное предприятие, опрос, таблица сопряженности.

Aspects of social values changes which depend upon dominating trends of economic development are treated. On the basis of the Engelhart Theorem methodology of social value dynamics consideration at the stage of system of personnel development creation is proposed. On the background of statistical analysis of personnel motivation priorities of large-scale machine building enterprises of Poltava region practical recommendations for strategic projects development aimed on values systems which are subject to a transformation process were formulated.

**Key words:** values, personnel, motivation, strategy of enterprise, machine building enterprise, survey, cross-tables.

Надійшло 17.02.2011.

УДК 330.133.2:334.716

О.В. Нусінова

## ОЦІНКА УМОВНОЇ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

У статті розроблено методичні підходи до оцінки умовної ринкової вартості підприємств з урахуванням премії за контроль, методичні підходи до прогнозування умовної ринкової вартості підприємств на підставі її регресійної залежності від фінансових показників діяльності, репутації та показників тенденції ринку.

**Ключові слова:** умовна ринкова вартість, премія за контроль, біржові котирування, міноритарний пакет акцій, ділова репутація, корпоративне управління.

**Вступ.** У сучасній економічній теорії існує велика кількість методів оцінки вартості підприємства, але усі вони базуються на трьох підходах: доходному, витратному та порівняльному. Залежно від мети аналізу можуть розраховуватися різні види вартості підприємств.

У разі, якщо інвестор планує купівлю-продаж акцій підприємства на вітчизняних фондових біржах, може визначатися умовна ринкова вартість. Найбільш активно працюючою біржею в Україні є Перша фондова торговельна система (ПФТС), але навіть на ній проводяться операції переважно з невеликими міноритарними пакетами акцій. Угоди часто укла-

даються нерегулярно та в умовах слабкої прозорості діяльності акціонерних товариств, тому не завжди можуть об'єктивно відображати ринкову вартість цих підприємств. Метод ринкової капіталізації може бути використаний лише щодо невеликої кількості підприємств, з якими регулярно проводяться операції на біржі, та лише якщо зміна котирувань міноритарних пакетів відображає відповідні зміни вартості і для мажоритарних акціонерів. Тому вартість, визначена за міноритарними пакетами акцій вітчизняних підприємств, є умовно ринковою.

**Метою дослідження** є розробка методичних підходів до визначення умовної ринкової вартості підприємств та її прогнозування з урахуванням впливу мікро- та макроекономічних факторів.

**Аналіз досліджень та публікацій.** При оцінці умовної ринкової вартості потрібно враховувати, що біржова вартість міноритарних пакетів акцій, як правило, не містить премії за контроль. У разі, якщо оцінка проводиться з позиції мажоритарного власника підприємства, який володіє контрольним пакетом акцій, до біржового котирування має додаватися премія за контроль. Отже, можна записати:

$$Сум.рин = Цбірж \times N_{мін} + Цбірж \times (1 + P_{контр}) \times (N_{заг} - N_{мін}), \quad (1)$$

де  $Сум.рин$  – умовна ринкова вартість, грн;

$Цбірж$  – котирування на вітчизняних фондових біржах, грн;

$N_{мін}$  – обсяг міноритарного пакета акцій підприємства, шт.;

$N_{заг}$  – загальний обсяг акцій, емітованих підприємством, шт.;

$P_{контр}$  – премія за контроль над підприємством, частки од.

На котирування акцій як на вітчизняних, так і міжнародних фондових біржах суттєво впливають не лише мікроекономічні фактори, безпосередньо пов'язані із самим підприємством, але й макроекономічні, які проявляються у загальній тенденції ринку. Відомим економістом М.Д. Кондрацьким [1] доведено, що економіка окремих країн і світова економіка в цілому розвивається циклічно. З інтервалами 40–60 років період сприятливої економічної кон'юнктури (підйому) змінюється періодом кризи. Цей висновок підтверджується тим, що вже більше 100 років в усьому світі періодично виникають кризи. Так, до 2008 р. в Україні і у світі в цілому мала місце сприятлива економічна кон'юнктура, що призвело до піку інвестиційної активності. Внаслідок цього котирування акцій більшості підприємств постійно зростали, хоча це зростання лише частково було заслугою самих підприємств. Але у 2008 р. розпочалася криза світового масштабу. Котирування акцій почали стрімко знижуватись і знову ця динаміка лише частково відображала стан самих підприємств. З 2010 р. знову відбувається поступове покращання ситуації та збільшення котирувань акцій.

Дослідження динаміки котирувань цінних паперів проводиться в рамках так званого «технічного аналізу» [2]. При цьому тенденція розвитку економіки та ринку визначається на підставі різноманітних фондових індексів. Так, в Україні найбільш відомим є індекс ПФТС, який визначається за цінними паперами з найбільшим обсягом продажів на відповідній біржі. На міжнародних фондових біржах загальноновизнаними є такі індекси, як S&P 500, Dow DJAI тощо.

Відомою міжнародною компанією McKinsey [3] на підставі опитування інвесторів, проведеного у 2002 р., виявлено вплив ще одного фак-

тора – рівня корпоративного управління. При цьому доведено, що у розвинутих країнах премія за ефективне корпоративне управління складає 10–15%, у той час як у країнах зі слаборозвинутими стандартами корпоративного управління, у т. ч. в Україні та інших країнах СНД, цей показник перевищує 38%.

Слід враховувати, що корпоративне управління є лише однією зі складових ділової репутації підприємства. Репутаційна вартість формується під впливом великої кількості суб'єктивних факторів, безпосередньо не пов'язаних зі зміною фінансово-економічних показників діяльності підприємства.

**Постановка завдання.** Якщо інвестор планує купувати-продавати акції підприємства, він має на момент дати укладання угоди прогнозувати не лише фінансові показники діяльності підприємства, а також темпи розвитку економіки та репутацію підприємства. З цією метою потрібно використовувати регресійні залежності котирувань акцій певного підприємства або усіх підприємств певної галузі на вітчизняних біржах від фінансових показників діяльності, репутації та показників тенденції ринку. Розглянемо методи прогнозування умовної ринкової вартості залежно від зазначених факторів на прикладі п'яти вітчизняних гірничо-збагачувальних комбінатів (ГЗК): ВАТ «Північний ГЗК», ВАТ «Центральний ГЗК», ВАТ «Інгулецький ГЗК», ВАТ «Південний ГЗК» та ВАТ «Полтавський ГЗК».

**Виклад матеріалу та результати.** Прогнозна ринкова вартість (*Спрог.рин*) може бути визначена шляхом підстановки прогнозних значень кожного із зазначених факторів на момент дати укладання угоди:

$$Спрог.рин = f(EBITDA, Зкред, Брен, Грин), \quad (2)$$

де *EBITDA* – сума операційного прибутку та амортизації, грн;

*Зкред* – загальний обсяг зобов'язань підприємства за банківськими, торговельними та іншими кредитами, грн;

*Брен* – бальна оцінка репутації підприємства, бали;

*Грин* – індекс тенденції вітчизняного фондового ринку (індекс ПФТС).

У табл. 1 наведено дані щодо частки акцій в обігу на ринку. Джерелом інформації є Аналітичний огляд залізорудної галузі України за 2000–2010 рр. [4], підготовлений інвестиційною компанією «Альтана-капітал».

Таблиця 1

Дані щодо частки акцій в обігу на ринку

Підприємство	Частка акцій в обігу, %
ВАТ «Північний ГЗК»	0,5
ВАТ «Центральний ГЗК»	0,5
ВАТ «Південний ГЗК»	7,7
ВАТ «Полтавський ГЗК»	2,6
ВАТ «Інгулецький ГЗК»	0,0

Як видно з табл. 1, в усіх досліджуваних підприємств в обігу знаходиться невеликий пакет акцій, що не перевищує 8%, а у ВАТ «Інгулецький ГЗК» акції у вільному обігу на ринку взагалі відсутні. Тобто існують

чі біржові котирування відображають вартість лише невеликих міноритарних пакетів акцій та не враховують премії за контроль. Як зазначається у праці [5], названа премія у розвинутих країнах складає в середньому 30%.

У табл. 2 наведено дані щодо біржових котирувань досліджуваних підприємств у 2007–2009 р., а також відповідний індекс ПФТС, що характеризує загальну тенденцію ринку. Вихідні дані отримані з офіційного сайту Першої фондової торговельної системи – pfts.com

Таблиця 2

## Дані щодо біржових котирувань на біржі ПФТС

Рік	Біржові котирування акцій, грн/шт.				Індекс ПФТС
	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ПівдГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»	
2007	5,71	3,94	6,80	70,91	1 057,43
2008	7,80	5,22	7,37	58,06	694,55
2009	2,17	1,36	2,05	18,94	246,23

У зв'язку із суттєвими коливаннями протягом досліджуваного періоду біржові котирування та індекс ПФТС визначалися як середні величини за весь рік. Слід враховувати, що у 2009 р. на ВАТ «Південний ГЗК» відбувалася зміна власника, внаслідок чого активно скуповувалися великі пакети акцій, що спровокувало збільшення попиту та цін на його акції. При цьому біржові котирування акцій ВАТ «Південний ГЗК» залишалися високими протягом усього кризового 2009 р., незважаючи на загальну тенденцію стрімкого зниження котирувань більшості акцій як вітчизняних, так і зарубіжних підприємств. Тому з метою забезпечення порівнянності та проведення в подальшому кореляційно-регресійного аналізу, біржові котирування ВАТ «Південний ГЗК» за 2009 р. було перераховано з урахуванням загальної тенденції ринку. Щодо ВАТ «Інгулецький ГЗК» розрахунки не виконувалися, тому що у цього підприємства відсутні акції у вільному обігу на біржах.

Як видно з табл. 2, у 2008 р. порівняно з 2007 р. біржові котирування усіх досліджуваних підприємств, за винятком ВАТ «Полтавський ГЗК», дещо збільшилися, хоча індекс ПФТС знизився. Це пов'язано з тим, що ці підприємства меншою мірою, ніж ВАТ «Полтавський ГЗК», залежать від експортних операцій. Суттєву частину продукції зазначені підприємства відвантажують на внутрішньому ринку для вітчизняних металургійних комбінатів. Тому негативні прояви світової фінансової кризи у них виникли лише наприкінці 2008 р.

Але у 2009 р. відбувається катастрофічне зниження як біржових котирувань усіх досліджуваних підприємств, так і індексу ПФТС. Ця тенденція ринку відображає зниження інвестиційної активності у період глибокої фінансової кризи. Так, котирування ВАТ «Північний ГЗК» у 2009 р. порівняно з 2008 р. знизилась у 3,5 рази. Хоча операційний прибуток цього підприємства за аналогічний період знизився лише у 2 рази.

Котирування ВАТ «Центральний ГЗК» у 2009 р. знизилися майже у 4 рази, а індекс ПФТС – у 3 рази.

У табл. 3 наведено результати розрахунку умовної ринкової вартості за 2009 р. У процесі розрахунків використовувалася формула (1). Дані про загальну кількість акцій, емітованих підприємством, отримані з офіційної фінансової звітності, опублікованої на сайті – [www.stockmarket.gov.ua](http://www.stockmarket.gov.ua)

Таблиця 3

## Результати розрахунку умовної ринкової вартості бізнесу за 2009 р.

Показник	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ПівдГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»
Загальна кількість акцій, емітованих підприємством, тис. шт.	2 304 073	1 171 811	2 143 659	182 844
Міноритарний пакет акцій в обігу на ринку, тис. шт.	11 520	5 859	165 062	4 754
Біржове котирування, грн за 1 акцію, грн/шт.	2,17	1,36	2,05	18,94
Вартість міноритарного пакета, тис. грн	24 999	7 968	338 438	90 040
Мажоритарний пакет акцій, тис. шт.	2 292 553	1 165 952	1 978 597	178 090
Премія за контроль, %	30	30	30	30
Вартість мажоритарного пакета, тис. грн	6 467 291	2 061 403	5 273 918	4 384 933
Умовна ринкова вартість, тис. грн	6 492 290	2 069 371	5 612 356	4 474 973

Як видно з табл. 3, найбільша умовна ринкова вартість – у ВАТ «Північний ГЗК» та ВАТ «Центральний ГЗК», найменша – у ВАТ «Південний ГЗК». Аналогічні розрахунки виконано за 2007–2008 рр. Результати розрахунків наведено у табл. 4.

Премія за контроль протягом усього періоду, як і у 2009 р., встановлена на рівні 30%. Внаслідок збільшення біржових котирувань у 2008 р. усі досліджувані підприємства мають найбільшу умовну ринкову вартість, що перевищує відповідний показник як у 2007 р., так і у 2009 р. Виняток становить ВАТ «Полтавський ГЗК», у якого максимальна умовна ринкова вартість була досягнута дещо раніше – у 2007 р.

Таблиця 4

## Результати розрахунку умовної ринкової вартості бізнесу за 2007–2008 рр., тис. грн

Рік	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ПівдГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»
2007	17 083 399	5 995 091	18 613 220	10 574 091
2008	23 336 343	7 942 734	20 173 445	9 670 589

Важливим фактором, що впливає на біржові котирування, є репутація. Результати бальної оцінки рівня репутації за 2007–2009 рр. наведено у табл. 5. Як видно з табл. 5, у 2009 р. порівняно з 2008 р. репутація біль-

шості досліджуваних підприємств, як і індекс ПФТС, суттєво знизилася, що також спричинило зниження біржових котирувань.

Таблиця 5

## Результати бальної оцінки репутації за 2007–2009 рр.

Підприємство	2007 р.	2008 р.	2009 р.
ВАТ «ПівнГЗК»	65,41	89,36	24,86
ВАТ «ЦГЗК»	62,66	83,02	21,63
ВАТ «ПівдГЗК»	66,48	72,06	20,05
ВАТ «ПолтГЗК»	58,85	31,26	17,60

На біржові котирування також впливають фінансово-економічні показники діяльності самого підприємства, зокрема: *EBITDA* та загальний обсяг зобов'язань підприємства. Для визначення частки впливу усіх цих факторів та прогнозування умовної ринкової вартості на майбутній період проведемо множинний кореляційно-регресійний аналіз залежності умовної ринкової вартості від бальної оцінки репутації, *EBITDA*, обсягу зобов'язань підприємства та тенденції ринку (індексу ПФТС). Кореляційно-регресійний аналіз проведено на підставі статистичної вибірки по вітчизняних ГЗК за 2007–2009 рр. У результаті проведеного аналізу отримано таке рівняння регресії:

$$\text{Сум.рин} = 13976,53 \text{Брен} + 3,42 \text{EBITDA} - 0,40 \text{Зкред} + 7579,72 \text{Ірин} + 72281,04, \quad (3)$$

де *Брен* – бальна оцінка репутації, бали;

*Зкред* – загальний обсяг зобов'язань підприємства, тис. грн;

*Ірин* – індекс тенденції ринку.

Коефіцієнт детермінації цього рівняння перевищує 75%, що вказує на високий ступінь взаємозв'язку за отриманою економіко-математичною моделлю. Частки впливу факторів для зазначеного рівняння регресії наведено у табл. 6.

Таблиця 6

## Частки впливу факторів у рівнянні регресії

Фактор	Частка впливу, %
Бальна оцінка репутації ( <i>Брен</i> )	6,49
Сума операційного прибутку та амортизації ( <i>EBITDA</i> )	54,52
Загальний обсяг зобов'язань підприємства ( <i>Зкред</i> )	-7,56
Індекс тенденції ринку ( <i>Ірин</i> )	45,88

Отже, усі фактори є суттєвими, найбільший вплив спричиняє показник *EBITDA* (більше 54%) та тенденція ринку (майже 46%). У той же час репутація впливає на ринкові котирування лише на 6%. Зобов'язання підприємства мають негативний вплив на котирування, що складає майже 8%.

Зробимо прогноз зазначених факторів на 2010 р. та підставимо отримані значення у рівняння регресії (3). В Аналітичному огляді залізорудної галузі України за 2009–2010 рр. [5] наведено прогнозний баланс та

звіт про фінансові результати на 2010 р. для ВАТ «Північний ГЗК», ВАТ «Центральний ГЗК» та ВАТ «Полтавський ГЗК». Тому прогнозу вартість бізнесу визначимо для цих трьох підприємств. Із зазначених звітів можуть бути отримані показники балансової вартості чистих активів, операційного прибутку, EBITDA та загального обсягу зобов'язань підприємства. Враховуючи тенденцію до стабілізації економіки України в 2010 р. та суттєвого збільшення індексу ПФТС, можна спрогнозувати його середнє значення у 2010 р. на рівні 796,29. Також внаслідок виходу з кризи для усіх досліджуваних підприємств можна встановити репутацію на рівні 2008 р.

Шляхом підстановки факторів у рівняння регресії (3) визначимо прогнозу вартість бізнесу підприємств у 2010 р. (табл. 7).

Таблиця 7

## Результати визначення прогнозої ринкової вартості акцій у 2010 р.

Показник	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»
Бальна оцінка репутації, бали	89,36	83,02	58,85
<i>EBITDA</i> , тис. грн	5 944 000	2 337 000	1 162 000
Загальний обсяг зобов'язань підприємства, тис. грн	7 594 000	4 630 000	2 234 000
Індекс тенденції ринку	796,29	796,29	796,29
Прогнозна ринкова вартість, тис. грн	24 622 660	13 391 605	10 002 707
Загальна кількість акцій, емітованих підприємством, тис. шт.	2 304 073	1 171 811	182 844
Прогнозне біржове котирування, грн /шт.	10,69	11,43	54,71
Фактичне котирування ПФТС на 1.10.10 р., грн/шт.	10,60	5,13	40,50

Як видно з табл. 7, прогнозне та фактичне котирування для ВАТ «Північний ГЗК» майже збігаються, у той же час акції ВАТ «Центральний ГЗК» та ВАТ «Полтавський ГЗК» недооцінено, потенціал зростання складає 123% та 35% відповідно.

**Висновки та напрям подальших досліджень.** Якщо інвестор планує купувати-продавати акції підприємства, він має на момент дати укладання угоди прогнозувати не лише фінансові показники діяльності підприємства, а також темпи розвитку економіки та репутацію підприємства. З цією метою потрібно використовувати регресійні залежності котирувань акцій певного підприємства або усіх підприємств певної галузі на вітчизняних біржах від зазначених факторів.

*Список використаної літератури*

1. Кондратьев Н. Большие циклы конъюнктуры и теория предвидения. Избранные труды / Н. Кондратьев, Ю. Яковец, Л. Абалкин. — М.: Экономика, 2002.

2. Эрлих А.А. Технический анализ товарных и финансовых рынков / А.А. Эрлих. — 2-е изд. — М.: ИНФРА-М, 1996. — 176 с.

3. Кампос К. Цена корпоративного управления / К. Кампос, Р. Ньюэлл, Г. Уилсон // Вестник McKinsey. – 2003. – № 1 (3). – С. 32–46.

4. Аналітичний огляд залізорудної галузі України за 2009–2010 рр. // [http:// altana-capital.com/](http://altana-capital.com/)

5. Пример оценки бизнеса российских металлургических компаний методом сравнения // [http:// http://cfin.ru/](http://cfin.ru/)

В статье разработаны методические подходы к оценке условной рыночной стоимости предприятий с учетом премии за контроль, методические подходы к прогнозированию условной рыночной стоимости предприятий на основе ее регрессионной зависимости от финансовых показателей деятельности, репутации и показателей тенденции рынка.

**Ключевые слова:** условная рыночная стоимость, премия за контроль, биржевые котировки, миноритарный пакет акций, деловая репутация, корпоративное управление.

In article methodical approaches to an estimation of conditional market value of the enterprises taking into account the award for control, methodical approaches to forecasting of conditional market value of the enterprises on the basis of it regression dependences on financial indicators of activity, reputation and indicators of the market tendency are developed.

**Key words:** conditional market value, the award for control, exchange quotations, a minority share holding, business reputation, corporate governance.

Надійшло 17.02.2011.

УДК 65.012.32:339.17

В.Н. Орлова

## СБАЛАНСИРОВАННАЯ СИСТЕМА ПОКАЗАТЕЛЕЙ КАК ИНСТРУМЕНТ СТРАТЕГИЧЕСКОГО УПРАВЛЕНИЯ ТОРГОВЫМИ ПРЕДПРИЯТИЯМИ

В статье обобщены подходы к определению и содержанию сбалансированной системы показателей как инструмента стратегического управления. Разработана стратегическая карта для торгового предприятия, реализующего стратегию лидерства за счет экономии на расходах. Предложен комплекс действий для каждого блока сбалансированной системы показателей, обеспечивающих достижение стратегических целей.

**Ключевые слова:** стратегическое управление, торговые предприятия, сбалансированная система показателей, стратегическая карта.

**Постановка проблемы.** Долгосрочное развитие предприятия, обеспечение его конкурентоспособности, коммерческого успеха и устойчивого положения на рынке зависят от эффективного стратегического управления и успешной реализации стратегии. По результатам исследований IT Leadership Academy, такая вероятность составляет всего 49% [1], т. е. половина предприятий не реализует стратегию и, прежде всего, из-за ошибок менеджмента. Одним из инструментов оценки результативности стратегического управления выступает сбалансированная система